

富瑞特装(300228)/机械设备

LNG 全产业链装备制造龙头，迎来发展新机遇

评级：增持(首次)

市场价格：6.19

分析师：冯胜

执业证书编号：S0740519050004

Email: fengsheng@r.qlzq.com.cn

分析师：张豪杰

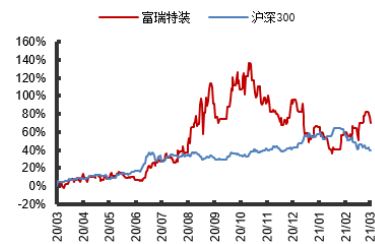
执业证书编号：S0740520100002

Email: zhanghj@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	575.41
流通股本(百万股)	420.08
市价(元)	6.19
市值(百万元)	3561.77
流通市值(百万元)	2600.32

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,445	1,574	1,735	2,018	2,367
增长率 yoy%	-17.19%	8.89%	10.22%	16.34%	17.29%
净利润	13	-327	80	120	155
增长率 yoy%	-74.88%	-2647.91%	N/A	49.76%	29.17%
每股收益(元)	0.03	-0.69	0.17	0.25	0.33
每股现金流量	0.55	0.70	0.60	0.66	0.71
净资产收益率	0.70%	-23.22%	8.44%	12.33%	15.44%
P/E	229.01	-8.96	36.63	24.46	18.94
PEG	-3.06	0.00	0.29	0.49	0.65
P/B	1.62	2.07	3.07	2.99	2.90

备注：股价取自 2021 年 4 月 1 日

投资要点

■ LNG 全产业链装备制造龙头企业，业绩实现扭亏为盈。

①公司已发展成为我国 LNG 全产业链装备制造龙头企业。公司确立了 LNG 应用装备(富瑞深冷)、重型装备(富瑞重装)、LNG 装卸设备(长隆装备)三大业务板块。目前低温储运应用设备依然占据主导，装卸臂业务快速增长；公司与下游主要客户建立了稳定的业务合作关系，并积极拓展海外市场，打造国际化能源装备龙头企业。

②公司经营业绩实现扭亏为盈。2020 年前三季度，公司实现营收 12.75 亿元，同比增长 8.45%；实现归母净利润 6031.54 万元，同比增长 933%。前三季度公司实现扭亏为盈，整体盈利能力、营运能力有所增强，资产质量不断改善。

■ LNG 行业快速发展，装备市场前景广阔。

①天然气应用潜力大，LNG 有望持续增长。我国天然气表观消费量从 2010 年的 1074.0 亿立方米提升至 2020 年的 3259.1 亿立方米，复合增速达 11.7%。但 2019 年天然气在中国一次能源消费结构中占比仅为 8.1%，占比依然较低；发展液化天然气成为节能减排的必然趋势。近年来，我国 LNG 产量及进口数量持续增长；2020 年全国液化天然气的产量达 1332.9 万吨，同比增长 14.4%；进口量达 6713.0 万吨，同比增长 11.5%。与此同时，我国 LNG 接收能力不断提升，目前国内已基本建成 22 座 LNG 接收站，整体接收能力达 9000 万吨/年，装备市场有望持续受益。

②LNG 汽车渗透率持续提升，车载 LNG 气瓶行业前景广阔。随着天然气供应的日益充足，天然气汽车作为新型替代燃料车将成为清洁燃料汽车的重要发展方向。2015 年至 2020 年，天然气商用车的占比由 0.8% 上升至 2.7%。近年来我国 LNG 重卡的渗透率也呈现出不断提升的趋势，根据中国卡车网的统计数据，2020 年我国天然气重卡产量约 14.2 万台，占比 8.77%，未来 LNG 重卡的渗透率有望持续提升。LNG 商用车及 LNG 重卡的快速发展带动了车载 LNG 气瓶产品需求的增长，气瓶行业市场前景广阔。

■ 三大业务板块共同发力，公司发展再上新台阶。

①LNG 全产业链布局，气瓶业务优势突出。公司已建立起 LNG 全产业链优势，LNG 气瓶领域客户资源优势明显，客户涵盖一汽解放、东风商用车等重卡企业和宇通、金龙、中通等客车整车企业；并以较强的研发能力确立了公司在 LNG 气瓶领域的领先优势。同时公司积极研发基于高压直喷技术和液氢技术的重卡用车载供气系统，积极向 LNG 应用产业链上下游延伸。

②重型装备业务厚积薄发，海外市场潜力大。公司重型装备产品主要定位国际市场，产品出口至美国、加拿大、欧洲、中东、南美、非洲及东南亚各国。公司逐步树立了“富瑞重装”的品牌形象和市场影响力，在塔器、厚壁容器以及 LNG 船罐市场取得了一定的优势。公司重型装备业务客户包括福陆、三星、现代、瓦锡兰、壳牌等国际一流企业。优质的客户资源大幅提高了公司海外的订单承接能力。

③LNG 装卸设备业务有望快速发展。公司子公司长隆装备生产的 LNG 装卸设备是公司近年来表现较好的业务，装车撬产品的市占率较高，客户覆盖海内外石油公司。目前低温装卸臂外资品牌依然占据主导，未来国产化有望逐步推进。2020 年定增项目中，公司拟投入 6738 万元用于“常温及低温 LNG 船用装卸臂项目”，项目完成后有望提升公司在常温及低温装卸市场的横向拓展，

提升公司核心竞争力。

- **首次覆盖，给予“增持”评级。**公司是我国 LNG 全产业链装备制造龙头企业之一。2020 年公司经营业绩实现扭亏为盈。通过多年的技术沉淀和积累，公司的产品研发设计能力、产品质量性能均处于行业前列。我们预计公司 2020-2022 年的归母净利润分别为 0.80、1.20、1.55 亿元，对应的 PE 分别为 36.63、24.46、18.94 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**国际原油和天然气价格大幅波动、新冠肺炎疫情持续影响、募投项目新增产能不能及时消化、市场竞争加剧、盈利能力持续下滑、汇率大幅波动等风险。

## 内容目录

<b>1、LNG 全产业链装备制造龙头企业，业绩实现扭亏为盈</b> .....	<b>- 5 -</b>
1.1、发展历程：公司已发展成为我国 LNG 全产业链装备制造龙头企业 .....	- 5 -
1.2、主营业务：低温储运应用设备占据主导，装卸臂业务快速增长 .....	- 6 -
1.3、股权结构：公司股权较为分散 .....	- 8 -
1.4、财务情况：公司经营业绩实现扭亏为盈 .....	- 9 -
<b>2、LNG 行业快速发展，装备市场前景广阔</b> .....	<b>- 11 -</b>
2.1、LNG 装备产业链梳理 .....	- 11 -
2.2、天然气应用潜力大，LNG 有望持续增长 .....	- 12 -
2.3、LNG 汽车渗透率持续提升，车载 LNG 气瓶行业前景广阔 .....	- 14 -
<b>3、三大业务板块共同发力，公司发展踏上新征程</b> .....	<b>- 16 -</b>
3.1、LNG 全产业链布局，气瓶业务优势突出 .....	- 16 -
3.2、重型装备业务厚积薄发，海外市场潜力大 .....	- 17 -
3.3、LNG 装卸设备业务有望快速发展 .....	- 18 -
<b>4、首次覆盖，给予“增持”评级</b> .....	<b>- 20 -</b>
<b>5、风险提示</b> .....	<b>- 21 -</b>

## 图表目录

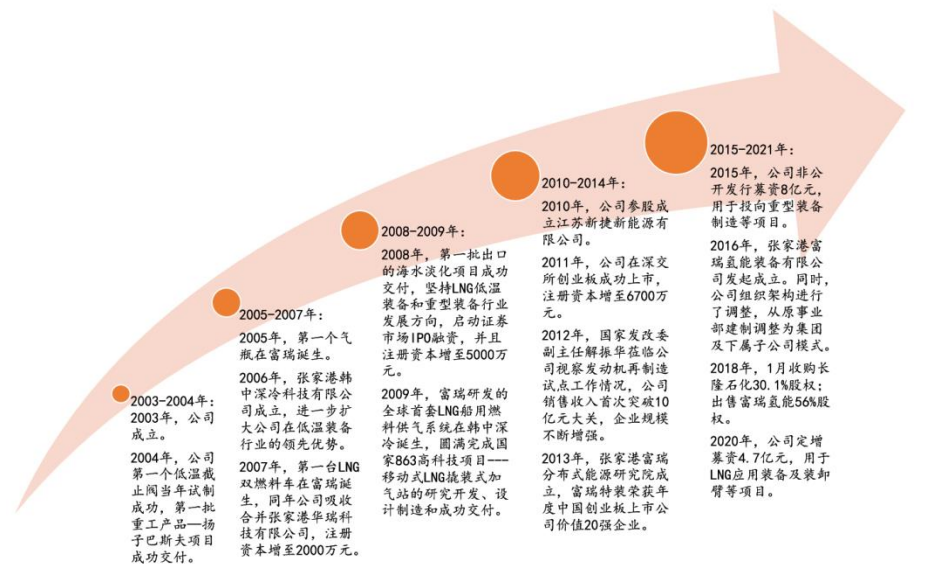
图表 1: 公司发展历程.....	- 5 -
图表 2: 公司主营业务产品.....	- 6 -
图表 3: 公司低温储运应用设备和重装设备历年收入.....	- 7 -
图表 4: 2019 年公司各项业务营收占比.....	- 8 -
图表 5: 公司各项业务历年毛利率情况.....	- 8 -
图表 6: 公司前十大股东 (截至 2021 年 3 月 29 日).....	- 8 -
图表 7: 公司股权结构.....	- 9 -
图表 8: 公司历年营收及其同比增速.....	- 9 -
图表 9: 公司历年归母净利润及其同比增速.....	- 9 -
图表 10: 公司历年毛利率、净利率、期间费用率、加权平均净资产收益率.....	- 10 -
图表 11: 公司历年资产负债率.....	- 10 -
图表 12: 公司历年应收账款周转率、存货周转率.....	- 10 -
图表 13: 公司历年经营活动现金净流量.....	- 10 -
图表 14: LNG 装备产业链.....	- 11 -
图表 15: 中国天然气历年表观消费量及其增速.....	- 12 -
图表 16: 2019 年中国能源消费结构.....	- 12 -
图表 17: 使用不同能源作为动力的汽车的优劣势对比.....	- 13 -
图表 18: LNG 产量及同比增速.....	- 14 -
图表 19: LNG 进口数量及同比增速.....	- 14 -
图表 20: LNG 汽车工作原理示意图.....	- 15 -
图表 21: LNG、汽油 (95#) 和柴油 (0#) 价格对比.....	- 15 -
图表 22: 天然气汽车产量在商用车中的占比情况.....	- 15 -
图表 23: 我国 LNG 重卡在重卡中的渗透率.....	- 15 -
图表 24: LNG 气瓶具体规格.....	- 16 -
图表 25: 公司气瓶生产基地.....	- 17 -
图表 26: LNG 液化工厂解决方案.....	- 17 -
图表 27: 压力容器/液罐.....	- 18 -
图表 28: 大型海水淡化解决方案.....	- 18 -
图表 29: 低温液体装卸臂.....	- 19 -
图表 30: 公司业绩分拆.....	- 20 -
图表 31: 公司历史估值变化情况.....	- 21 -
图表 32: 富瑞特装盈利预测模型.....	- 22 -

## 1、LNG 全产业链装备制造龙头企业，业绩实现扭亏为盈

### 1.1、发展历程：公司已发展成为我国 LNG 全产业链装备制造龙头企业

- 公司成立于 2003 年，并于 2011 年 6 月在深交所创业板成功上市。公司主要从事液化天然气（LNG）的储存、运输及终端应用全产业链装备制造及提供一站式整体技术解决方案。历经十多年的发展，公司目前已成为我国 LNG 全产业链应用装备制造的龙头企业之一。
- 逐步形成 LNG 应用装备、重型装备、装卸设备三大业务板块。通过多年的技术沉淀和积累，公司具备了良好的产品研发设计能力和制造工艺水平。经过内部资源整合，公司确立了 LNG 应用装备（富瑞深冷）、重型装备（富瑞重装）、LNG 装卸设备（长隆装备）三大业务板块。（1）LNG 应用装备业务：富瑞深冷的 LNG 车用供气系统覆盖 150L-1350L 共计 30 多种气瓶规格，是国内最为成熟的 LNG 车用技术产品之一；（2）重型装备业务：富瑞重装自成立以来，便专注于海外业务，对于海外的各类标准非常熟悉，获得国际市场认可的同时积累了丰富的经验；（3）LNG 装卸设备业务：公司子公司长隆装备生产的 LNG 装卸设备是公司近年来表现较好的业务，装车撬产品的市场占有率较高，开发的 LNG 装卸臂新产品拥有自主知识产权，性能优异、成本优势明显、利润率高，可以实现进口产品替代并逐步实现出口。

图表 1：公司发展历程



来源：公司官网，中泰证券研究所

- 品牌和客户资源优势明显。公司在 LNG 装备细分领域耕耘多年，与下游主要客户建立了稳定的业务合作关系，包括重卡制造企业一汽解放、东风商用车、上汽红岩、山西大运、北奔重卡等，以及壳牌、林德气体、现代工程、三星工程、福陆、瓦锡兰等国际大型知名企业。优质的客户资源成为公司未来业务提升和业绩增长的重要保障。






- **积极拓展海外市场，打造国际化能源装备龙头企业。**公司拥有美国工程师协会颁发的 ASME 授权证书“U”、“U2”钢印以及 DNV GL、BV、ABS、NK、LR 等各大船级社工厂认可，拥有 TRCU、PED、EN、DOSH、MOM 等大量出口认证的经验，产品标准范围覆盖全球大部分国家和地区。随着国际 LNG 产业发展，东南亚、俄罗斯，墨西哥，印度等国对 LNG 液化工厂装置及终端应用装备需求呈现快速增长趋势，公司采取与当地有资质的、有经验的合作伙伴进行战略合作，借鉴国内成功的经验，为当地的清洁能源综合利用制定相应的解决方案，扶持 LNG 在当地的应用和发展。立足国内市场，大力开发海外市场，重塑公司 LNG 装备全产业链的优势，寻求更大的发展空间。

### 1.2、主营业务：低温储运应用设备占据主导，装卸臂业务快速增长

- **公司主营业务产品涵盖：**（1）低温储运系列：LNG 车用供气系统、系列低温阀门、液化工厂装置、LNG 储罐、低温液体运输设备、加气站成套设备、速必达；等（2）重装系列：塔器、反应器、换热器、容器、陆用石油气储罐、撬/模块、船用液货罐、船用燃料罐、陆用低温卧式/立式储罐等；（3）LNG 装卸系列：LNG 陆用装卸臂、LNG 海用装卸臂、常温装卸臂、装卸撬/二合一装卸撬、LNG 船用加注臂、登船梯等；（4）管道天然气煤层气的液化、销售及液化工厂运维服务，偏远井口气开发等。

**图表 2：公司主营业务产品**

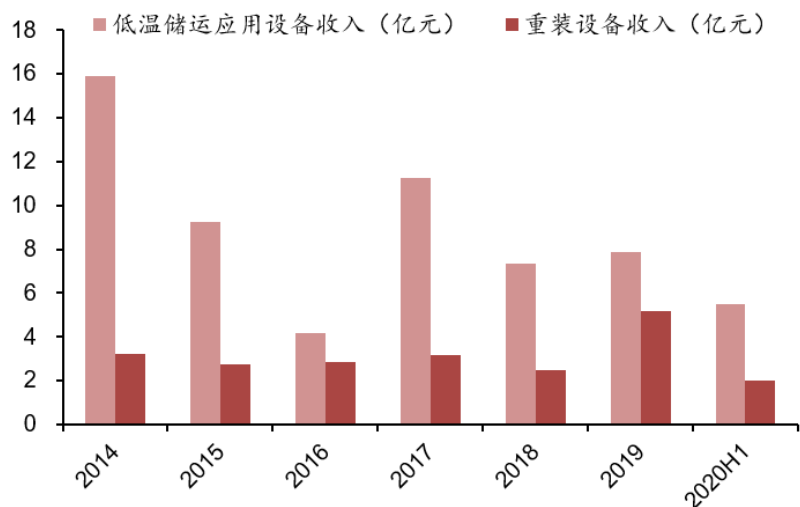
业务板块	产品类别	产品描述	应用领域	产品示意图
低温储运及应用	LNG 车用供气系统	LNG 车用供气系统	重卡、公交	
	系列低温阀门	低温阀门主要是配套于 LNG 终端应用装备上的系列低温阀门，包括安全阀、切断阀、止回阀等多种规格型号。	LNG 液化装置、LNG 气瓶、LNG 装卸设备	
	液化工厂装置	将管道天然气通过液化处理，生产 LNG 的成套系统设备，包括原料气预处理系统、制冷剂系统、低温液化系统等。	液化工厂、井口气综合利用	
	LNG 储罐	常压低温储罐	液化工厂、加气站、燃气公司储气调峰、接收站	
重装系列	塔器	塔器是指用以进行分离或吸收等物理过程、改变气体或液体复杂混合物组成的设备。	炼油/化工/LNG/空分	
	反应器	反应器是一种实现反应过程的设备，用于实现液相单相反应过程和液液、气液、液固、气液固等多相反应过程	炼油/化工/LNG/空分	

	换热器	换热器是一种在不同温度的两种或两种以上流体间实现物料之间热量传递的节能设备。	炼油/化工/LNG/空分	
	容器	容器是指用以容纳物料并以壳体为主的基本装置。常用作储存设备或其他化工设备的外壳。	炼油/化工/空分/LNG	
LNG 装卸系列	LNG 陆用装卸臂	低温状态下 LNG 的装卸	LNG 调峰和接收站	
	LNG 海用装卸臂	移动式装卸臂于可移动平台，由两部分组成；连接罐体的船用装卸臂以及于地面管道相连接的陆用装卸臂。	LNG 接收站	
	常温装卸臂	常温液体装卸	港口	

来源：公司公告，中泰证券研究所

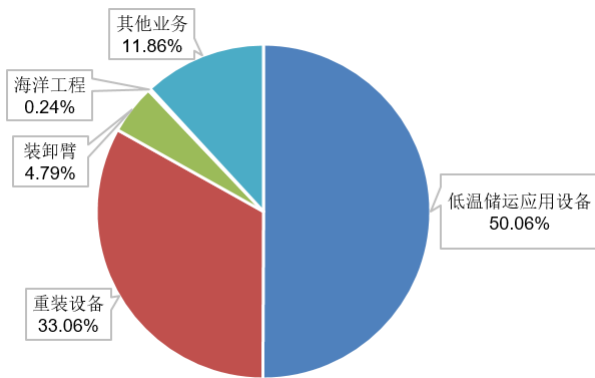
- **收入结构方面：**2020 年上半年，低温储运应用设备实现营收 5.52 亿元，同比增长 32.26%，占营业总收入的比重高达 63.74%；重装设备实现营收 2.03 亿元，同比降低 30.1%，占营业总收入的比重为 23.44%。公司低温储运应用设备业务快速增长，重装设备收入受新冠肺炎疫情蔓延影响有所降低。公司控股子公司长隆装备生产的 LNG 装卸设备是公司近年来表现较好的业务，2020 年装卸臂业务预计将实现快速增长；公司逐步把 LNG 装卸臂作为拳头产品之一，建立起国内外市场领先优势。
- **各项业务盈利能力方面：**2020 年上半年，低温储运应用设备、重装设备毛利率分别为 18.82%、10.79%，分别同比降低 9.81、10.88 个百分点。公司低温储运应用设备、重装设备业务毛利率近年来持续下滑，整体盈利能力有所减弱。

**图表 3：公司低温储运应用设备和重装设备历年收入**



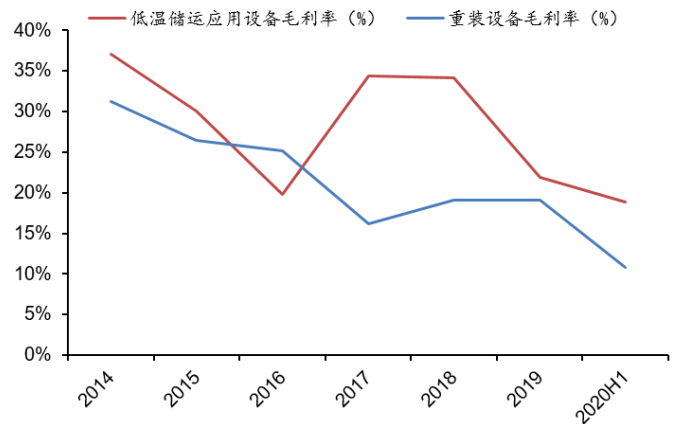
来源：wind、中泰证券研究所

图表 4: 2019 年公司各项业务营收占比



来源: wind、中泰证券研究所

图表 5: 公司各项业务历年毛利率情况



来源: wind、中泰证券研究所

### 1.3、股权结构: 公司股权较为分散

- 公司无控股股东和实际控制人。黄锋先生任公司董事长兼总经理，直接持有公司 7.52% 的股份，为公司第一大股东。公司股权较为分散，无控股股东和实际控制人。

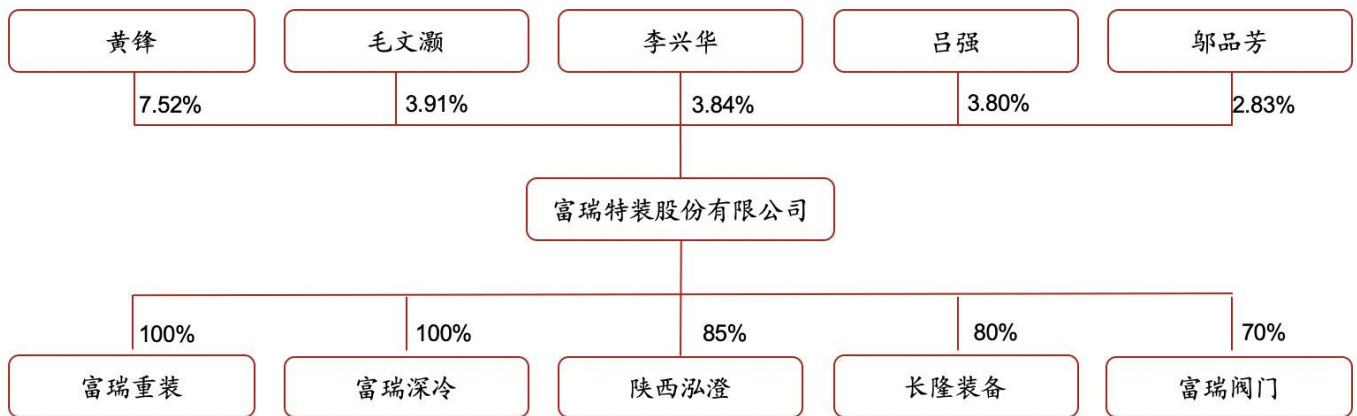
图表 6: 公司前十大股东 (截至 2021 年 3 月 29 日)

股东名称	持股比例 (%)	持股数量 (万股)
黄锋	7.52%	4328.00
毛文灏	3.91%	2250.35
李兴华	3.84%	2207.51
吕强	3.80%	2185.43
邬品芳	2.83%	1628.54
广东粤财信托有限公司-粤财信托·粤中 3 号集合资金信托计划	2.05%	1180.70
北京亨通伟德投资管理有限公司	1.61%	927.15
王春妹	1.49%	856.39
东吴基金管理有限公司	1.15%	662.25
黄飞	0.96%	551.88

来源: 公司公告, 中泰证券研究所



图表 7: 公司股权结构

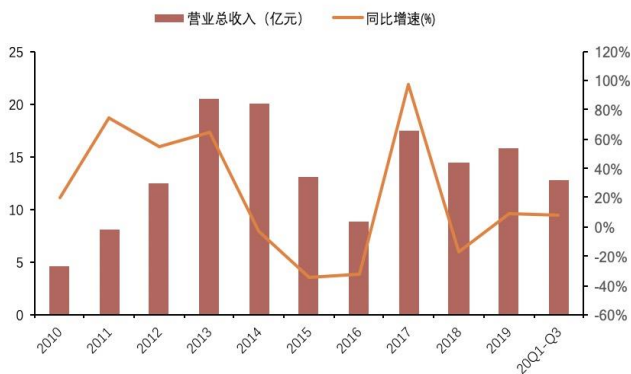


来源：公司公告，中泰证券研究所

#### 1.4、财务情况：公司经营业绩实现扭亏为盈

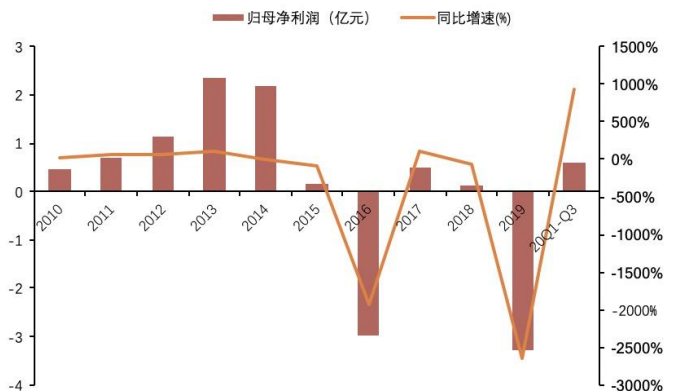
- 2020 年业绩实现扭亏为盈。**2020 年前三季度，公司实现营收 12.75 亿元，同比增长 8.45%；实现归母净利润 6031.54 万元，同比增长 933%。2020 年，公司预计实现归母净利润 7000-9000 万元，预计实现扣非后归母净利润 3900-5900 万元。2020 年公司实现扭亏为盈，公司坚持做大做强 LNG 装备制造业，实现订单及时交付，销售同比有所增长。

图表 8: 公司历年营收及其同比增速



来源：wind、中泰证券研究所

图表 9: 公司历年归母净利润及其同比增速

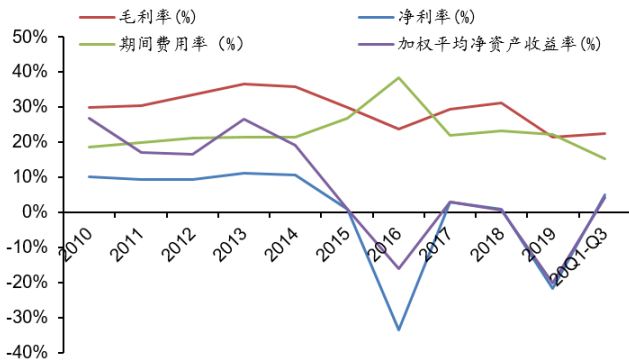


来源：wind、中泰证券研究所

- 2020 年前三季度公司盈利能力有所增强。**2020 年前三季度，公司毛利率为 22.50%，同比提升 0.07 个百分点；净利率为 5.00%，同比提升 4.9 个百分点；加权平均净资产收益率为 4.19%，同比提升 3.87 个百分点；期间费用率为 15.42%，同比降低 3.65 个百分点。2020 年前三季度，公司加强内部管控，降低生产成本和期间费用，毛利率、净利率、加权平均净资产收益率均持续提升，公司整体盈利能力明显提升，相比 2019 年实现扭亏为盈。
- 近年来公司资产负债率相对平稳，营运能力有所提升。**2020 年三季度末，公司资产负债率为 59.24%，近年来，公司资产负债率维持在 60% 左右，相对平稳。2020 年前三季度，公司存货周转率为 1.21 次，同比

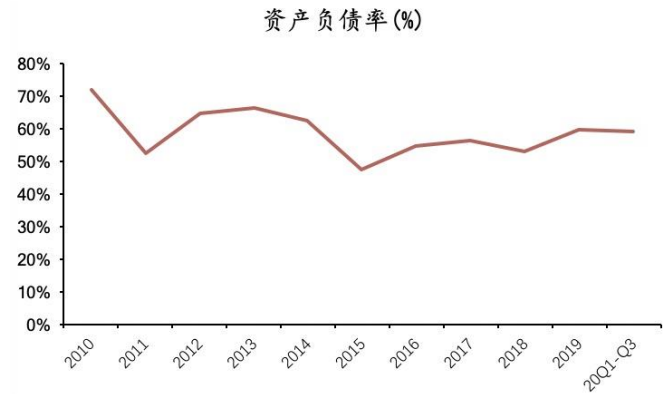
提升 0.15 次；应收账款周转率为 2.75 次，同比提升 0.74 次。近年来，公司应收账款周转率和存货周转率逐步提升，本次定增完成后，公司资产负债率降低，资产质量有所提升。

**图表 10: 公司历年毛利率、净利率、期间费用率、加权平均净资产收益率**



来源: wind、中泰证券研究所

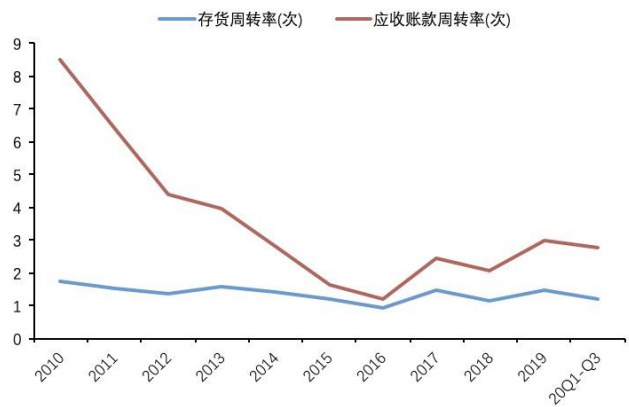
**图表 11: 公司历年资产负债率**



来源: wind、中泰证券研究所

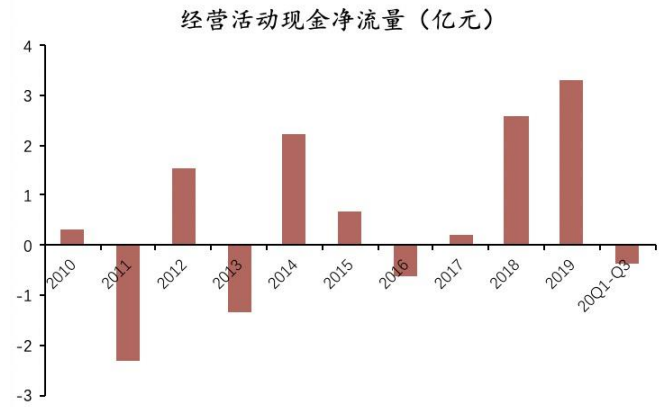
- **公司现金流情况有所回落。**2020 年前三季度，公司经营活动现金净流量为 -3624.84 万元，同比降低 121.27%，公司采购支出相对较大，现金流情况有所恶化。

**图表 12: 公司历年应收账款周转率、存货周转率**



来源: wind、中泰证券研究所

**图表 13: 公司历年经营活动现金净流量**



来源: wind、中泰证券研究所

## 2、LNG 行业快速发展，装备市场前景广阔

### 2.1、LNG 装备产业链梳理

- LNG 产业链包括天然气液化、LNG 储运、LNG 加气、LNG 应用等 4 个主要环节，贯穿 LNG 产业链的上、中、下游，各环节应用的装备统称为 LNG 装备。
- **上游市场：**液化是 LNG 产业链上游中的关键环节，其主要步骤分为预处理、杂质脱除和液化，LNG 液化装置相关技术的进步与应用呈现出单位能耗持续降低、小型液化装置撬装化、原料气来源多元化等发展趋势。
- **中游市场：**主要是 LNG 的存储、运输等环节。储存环节关键设备为 LNG 接收站、LNG 储罐；运输环节的关键设备为 LNG 运输船（LNG 船用液罐、LNG 船用燃料罐）、LNG 低温运输车（LNG 罐车和罐式集装箱）。LNG 接收站是进口的 LNG 储存后往外输送天然气的装置。根据中国产业信息网，接收站的 LNG 约 70% 左右通过气化装置气化成气态天然气，通过管道向下游城市燃气和企业等用户输气，约 30% 左右直接从储罐中充装到 LNG 槽车中，通过公路运输的方式输送到加气站、小型气化站和其他终端用户。LNG 接收站工艺主要包括 LNG 卸船系统、LNG 存储系统、LNG 外输系统等。LNG 运输船是指在零下 163 摄氏度的低温下运输液化天然气的专用船舶，目前只有少数国家（美国、日本、韩国、中国等）的船厂有实力建造。根据中国产业信息网的数据，随着全球 LNG 贸易的增长，LNG 海运在跨区域的天然气贸易中占比已经超过 40%。LNG 低温运输车、也称 LNG 槽车，是从接收站到各终端用户运送 LNG 的主要运输载体。我国使用的液化天然气槽车主要有两种形式：LNG 半挂式运输槽车和 LNG 集装箱式罐车。

图表 14: LNG 装备产业链



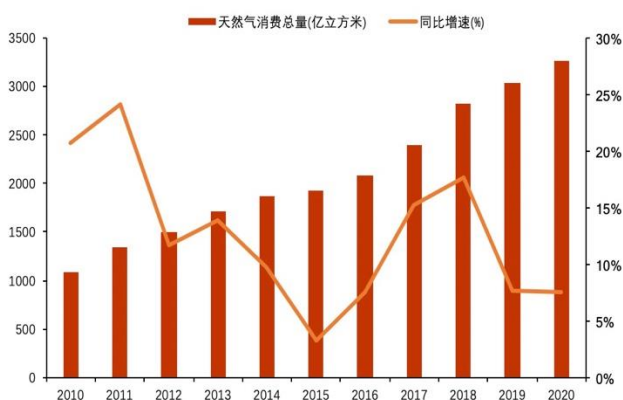
来源：公司公告、中泰证券研究所

- **下游市场：**主要是终端应用市场，主要包括城市燃气、交通领域、天然气发电及分布式能源、环保替代等终端用户市场。交通领域主要是天然气重卡、LNG 动力船以及配套的加气站、水上加注站等，环保替代方面主要是 LNG 点供市场。天然气重卡销量一方面受益于重卡行业整体销量的增长，另一方面国家对环保的刚性要求和排放标准的日益提高更利于天然气重卡的推广。在全国“打赢蓝天保卫战”的背景下，天然气重卡是兼顾运营和环保的最佳选择，在未来 5-10 年都会是清洁能源重卡的主流。

## 2.2、天然气应用潜力大，LNG 有望持续增长

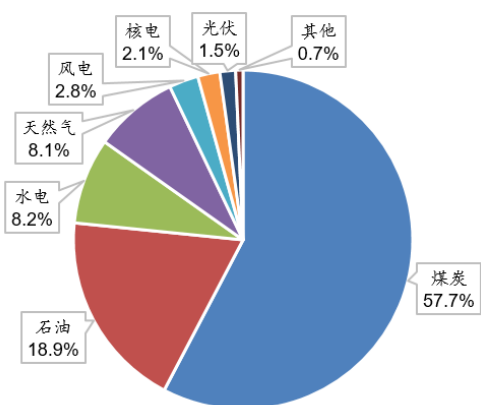
- **我国天然气消费量逐年递增。**天然气属于清洁能源之一，由于天然气对环境造成的污染远小于石油和煤炭，近年来天然气被广泛接受和使用。为加快推进天然气利用，近几年国家出台了一系列利好产业发展的政策和措施，特别是受“煤改气”政策的推动，我国天然气消费量逐年递增。天然气表观消费量从 2010 年的 1080.24 亿立方米提升至 2020 年的 3259.1 亿立方米，复合增速达 11.68%。
- **天然气在中国能源消费结构中占比依然较低。**2019 年中国的能源消费结构中，煤炭占比 57.7%，依然占据第一位；天然气占比为 8.1%，占比依然相对较低。我国《天然气发展“十三五”规划》中明确提出：以提高天然气在一次能源消费结构中的比重为发展目标，大力发展天然气产业，逐步把天然气培育成主体能源之一，构建结构合理、供需协调、安全可靠的现代天然气产业体系；“十三五”要抓好大气污染治理重点地区等气化工程、天然气发电及分布式能源工程、交通领域气化工程、节约替代工程等四大利用工程，天然气占一次能源消费比重力争提高到 10% 左右。

图表 15：中国天然气历年表观消费量及其增速



来源：wind、中泰证券研究所

图表 16：2019 年中国能源消费结构



来源：前瞻产业研究院、中泰证券研究所

- **发展液化天然气 (LNG) 是节能减排的必然趋势。**LNG 的有效碳氢成分甲烷比重大 (约 90% 以上)，有害杂质如硫、铅等极少，是一种高热值的环保型燃料。根据公司募集说明书的数据，相比普通汽柴油，LNG 动力设备的一氧化碳、二氧化碳、二氧化硫排放量均有大幅减少，总体有

毒有害气体排放减少约 70%~85%，基本能够达到苯、铅、粉尘等颗粒物污染物零排放，PM2.5 颗粒减排 90%以上，能够有效减少大气污染物，改善空气质量，符合环保政策方向，有利于获得客户和政府的支持。相比于压缩天然气（CNG），液化天然气（LNG）的清洁性更好、存储效率更高，近年来在汽车中的使用范围日渐广泛，产量增长速度较快。目前，汽车领域主要有燃油车、天然气汽车和电动汽车，天然气汽车又细分为压缩天然气汽车和液化天然气汽车。CNG 汽车是指以压缩天然气替代常规汽油或柴油作为汽车燃料的汽车，而 LNG 汽车则是以低温液态天然气作为汽车燃料。

图表 17：使用不同能源作为动力的汽车的优劣势对比

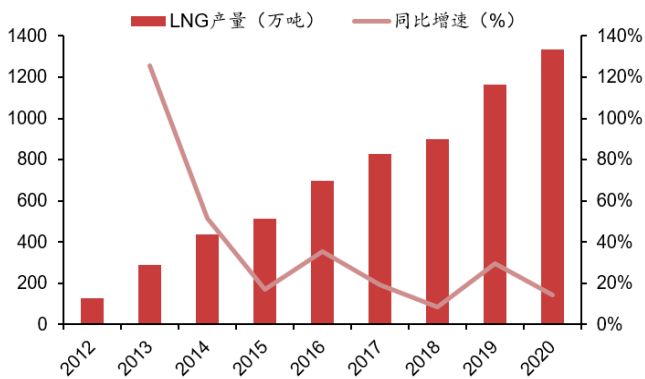
能源名称	优势	不足	主要应用车型
LNG	节能环保、清洁性更高；同气瓶容积下可携带燃料更多；续航能力较强，与汽柴油续航时间相当；通常情况下 LNG 与燃油价格相比具有明显的经济性，能够节约使用环节成本。	LNG 气瓶价格比 CNG 略高；国内加气站较少，充气不便；天然气价格与石油价格不同步变化，存在使用经济性不足风险。	重型卡车、长途客车、工程车等商用车
CNG	节能环保、使用成本低、油改气较为容易且改装费用较低；加气过程较快；运行平稳、噪音低；积碳较少、延长汽车大修周期。	动力不足；携带燃料受限，续航能力欠缺；国内加气站较少，充气不便；天然气价格与石油价格不同步变化，存在使用经济性不足风险；气罐体积较大、占据空间。	公交车、出租车等短途运输车辆
电力	节能环保；内部结构简单，维护方便；待车时可以熄火且启动迅速；购车时享受补贴；安静无噪音。	续航里程较短；动力不足，行驶速度不高；国内充电网点较少；仅适合在一些中小城市内行驶；购置费用较高且整车质量较低；电池寿命较短。	家用轿车、出租车等乘用车
汽油/柴油	续航里程较长；加油站点充足、加油时间短，方便快捷。	污染气体排放和使用成本较高；内部结构复杂，维护费用较高；行驶噪音较大；待车时仍耗油且启动需要较长时间。	汽油主要应用于乘用车及公交车；柴油主要应用于商用车

来源：致远装备招股书，中泰证券研究所

- LNG 产量及进口数量持续增长。**2012 年至 2020 年全国液化天然气的产量从 127.7 万吨增长至 1332.9 万吨，复合增速达 34.1%。随着国内天然气消费量的增加，供需缺口越来越大，国产气和进口管道气增量较为有限，LNG 大量进口成为解决天然气供应不足的有效手段。2020 年我国 LNG 进口 6713.0 万吨，同比增长 11.5%，LNG 进口数量持续增长。
- LNG 接收能力不断提升，装备市场有望受益。**根据中国能源大数据报告，目前国内已基本建成 22 座 LNG 接收站，整体接收能力达 9000 万吨/年，气化能力约 3.67 亿方/日；项目投资主体以传统“三大油企”领军，民营企业大举扩张，多元化格局正在形成。根据中国能源大数据报告，全国范围内共有 10 个 LNG 接收站扩建项目，10 个 LNG 接收站新建以及 21 个规划项目在开展项目前期工作。未来我国 LNG 进口能力将大幅攀升，LNG 市场供给将更有保障，有利于促进 LNG 应用装备市场的持续

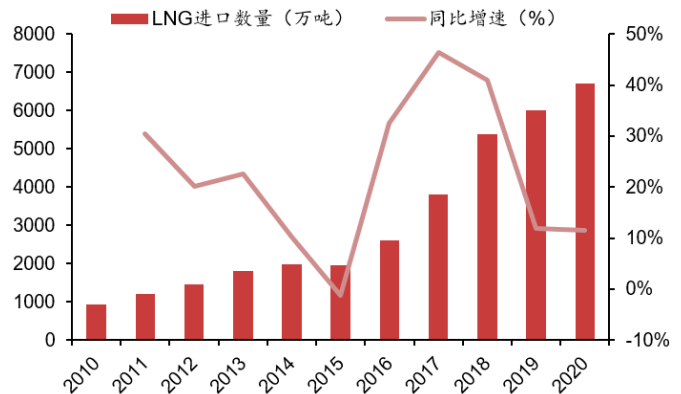
稳步发展。

图表 18: LNG 产量及同比增速



来源: wind、中泰证券研究所

图表 19: LNG 进口数量及同比增速

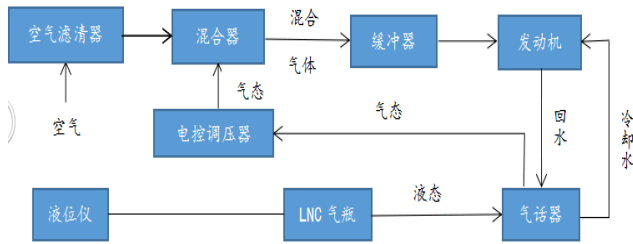


来源: wind、中泰证券研究所

### 2.3、LNG 汽车渗透率持续提升，车载 LNG 气瓶行业前景广阔

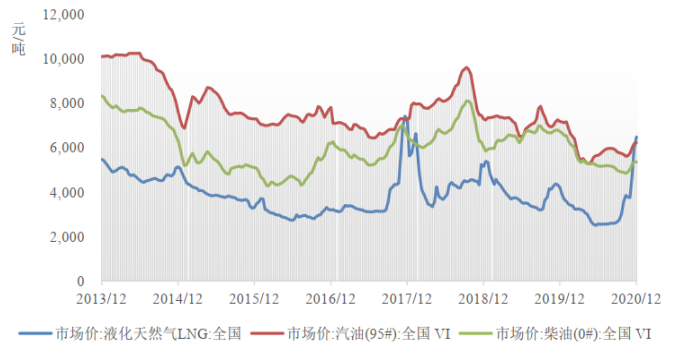
- **LNG 汽车是清洁燃料汽车的重要发展方向。**由于其运输路途较远、载重较大、续航要求较高等特点，商用车使用的燃料主要为汽油、柴油和天然气，而 LNG 由于其储存密度大、续航里程较长等特性，又是商用车天然气燃料中的主要部分。随着天然气供应的日益充足、加气站布局的日益充分以及汽车尾气排放标准的不断提高，天然气汽车作为新型替代燃料车将成为清洁燃料汽车的重要发展方向。
- **LNG 汽车的工作原理:**LNG 汽车的燃气系统由 LNG 气瓶、电控调压器、气化器、液位仪、空气滤清器、安全装置(如过流阀、安全阀和防爆片)以及一系列阀件(如充液阀、截止阀和单向阀等)组成。当发动机启动，阀门打开，LNG 气瓶内的液化天然气依靠气瓶自身的压力，通过控制阀和燃料限流阀进入气化器中。气化器通过发动机回水来对 LNG 进行加热，在气化器中液化天然气被气化成气态天然气。天然气与过滤后的空气在混合器中混合，从而为汽车发动机提供燃料。为了增加供气管路上的气体容量，在发动机负荷发生变化时，保持供气压力的相对稳定，在 LNG 汽车的供气管路上，还装设有缓冲器。当天然气燃烧后，燃烧产物经过催化转化器排到大气中，由于有污染的气体在催化转化器中参与化学反应，最终排到大气中的只是碳氢化合物。
- **LNG 汽车具备良好的经济性。**与传统汽柴油相比，由于 LNG 的主要原料天然气相比石油价格低廉，因此，LNG 的单位价格热值更高，产生相同能量的燃料费用比汽柴油更低。此外，由于 LNG 燃料供能平滑，所以能够减少发动机震动，减少噪音，并可节约维修费用。LNG 车用技术发展成熟，燃料来源丰富稳定，燃料费用更低，续航能力和运行环境适应力均较强，能为用户更好地创造收益，减少运行成本。

图表 20: LNG 汽车工作原理示意图



来源:《中国汽车配件市场竞争调研与发展趋势研究报告》、中泰证券研究所

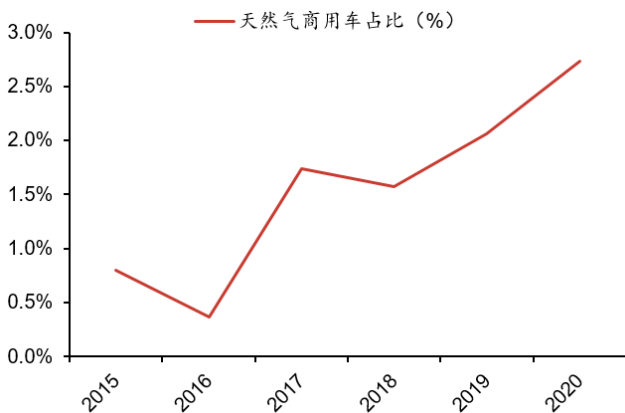
图表 21: LNG、汽油(95#)和柴油(0#)价格对比



来源: wind、国家统计局、中泰证券研究所

- **天然气汽车占比及 LNG 重卡渗透率均持续提升。**天然气汽车产量在商用车中占比也呈上升趋势。2015 年至 2020 年，天然气商用车的占比由 0.8% 上升至 2.7%。近年来我国 LNG 重卡的渗透率也呈现出不断提升的趋势，根据中国卡车网的统计数据，2020 年 LNG 重卡销量约 14.2 万辆，在重型卡车总销量中的占比达到 8.77%，未来 LNG 重卡渗透率有望持续提升。LNG 商用车及 LNG 重卡的快速发展带动了车载 LNG 气瓶产品需求的增长，气瓶行业市场前景广阔。

图表 22: 天然气汽车产量在商用车中的占比情况



来源: 中国汽车工业信息网、中泰证券研究所

图表 23: 我国 LNG 重卡在重卡中的渗透率



来源: 中国卡车网、中泰证券研究所

- **商用车是车载 LNG 供气系统的主要应用领域，其中又以重型卡车和客车对 LNG 气瓶的应用为主。**从气瓶的应用来看，LNG 重型卡车通常配备大瓶，LNG 客车通常配备小瓶。大瓶通常指容量大于 500L 的 LNG 气瓶，小瓶指容量低于或等于 500L 的 LNG 气瓶。相对于小瓶而言，大瓶容量更高、保温性能更好、经济性更强、更节省空间、更符合整车轻量化的要求。随着液化天然气汽车市场普及率的不断加大、液化天然气气瓶设计与制造的逐渐成熟，大容积的 LNG 气瓶的占比进一步提升。公司在大容积气瓶的研发方面一直处于行业引领地位，相继率先开发出 950L、995L、1350L 产品。

**图表 24: LNG 气瓶具体规格**

气瓶类型	具体规格
大瓶	750L、850L、950L、995L、1000L、1350L
小瓶	150L、175L、200L、240L、275L、330L、335L、375L、450L、500L

来源：致远装备招股书，中泰证券研究所

- **车载 LNG 气瓶行业前景广阔。**LNG 作为清洁能源能有效降低汽车尾气污染物和温室气体排放，属于国家鼓励发展的低碳清洁能源产业，其发展带动了清洁能源汽车需求的增长。由于其储存密度大、续航里程较长的特点，LNG 作为车辆能源被商用车广泛使用。LNG 商用车的快速发展带动了与之相关的车载 LNG 气瓶产品及整体产业链装备需求的增长，行业市场前景较为广阔。

### 3、三大业务板块共同发力，公司发展踏上新征程

#### 3.1、LNG 全产业链布局，气瓶业务优势突出

- **公司已建立起 LNG 全产业链优势。**公司不断整合内部资源，优化资源配置，LNG 气瓶、LNG 罐箱、LNG 装卸设备与阀门公司之间形成良好的业务协同效应，一方面避免了重复的技术研发，另一方面实现企业内部资源共享，确保产品及时交付，增强公司的整体竞争实力。同时通过内部资源整合，各相关子公司分工协作，在偏远井口气开发、LNG 液化工厂建设及运营、LNG 罐箱智能化控制等方面形成经营合力，提升业务板块的市场开发能力和整体盈利水平。
- **LNG 气瓶是公司最为核心的业务。**公司子公司富瑞深冷的 LNG 车用供气系统覆盖 150L-1350L 共计 30 多种气瓶规格，是国内最为成熟的 LNG 车用技术产品之一。公司 150L-500L 常规容量 LNG 气瓶市场占有率领跑行业，并成功研发 750L、950L 和 995L 大容积气瓶新品，率先成为业内第一家拥有此三种新规格气瓶产品的专业制造厂商。
- **LNG 气瓶领域客户资源优势明显。**公司与重卡整车生产企业和客车整车企业建立了战略合作关系；重卡整车企业主要包括一汽解放、东风商用车、华菱星马、山西大运、北奔重卡、徐工、上汽红岩等；客车整车企业主要包括宇通、金龙、中通、安凯、福田等，并以较强的研发能力确立了公司在 LNG 气瓶领域的领先优势。
- **LNG 应用装备海外市场逐步拓展。**随着国际 LNG 市场发展，东南亚、俄罗斯、墨西哥和印度等国家或地区对 LNG 液化工厂装置及终端应用装备需求也呈现出快速增长趋势，公司采取与当地有资质、有经验的公司开展战略合作，借鉴中国国内市场成功经验，为当地清洁能源发展制定相应解决方案，扶持 LNG 在当地的应用和发展。公司正在积极跟踪马来西亚沙巴能源项目二期、乌兹别克斯坦 60 万方项目、墨西哥 20 万方液化工厂等项目。



图表 25: 公司气瓶生产基地



来源: 公司官网、中泰证券研究所

图表 26: LNG 液化工厂解决方案



来源: 公司官网、中泰证券研究所

- **巩固 LNG 车用瓶优势和领先地位, 积极研发基于高压直喷技术和液氢技术的重卡用车载供气系统。**公司深耕 LNG 重卡气瓶市场, 同时积极研发基于高压直喷技术和液氢技术的重卡用车载供气系统, 力求排放更低、性价比更高、技术门槛更高, 从而进一步提升市场占有率、维持行业领先地位, 同时开发 LNG 牵引车、码头用车等新车型的推广应用, 并积极向 LNG 应用产业链上下游延伸。
- **定增募资 4.7 亿元, 持续加码 LNG 应用装备发展。**2020 年, 公司定增募资 4.71 亿元, 其中 1.66 亿元用于“新型 LNG 智能罐箱及小型可移动液化装置产业化项目”, 1.26 亿元用于“LNG 高压直喷供气系统项目”。通过本次项目的实施, 公司将年新增 LNG 智能罐箱产能 3000 只以及日处理 5000-20000 方天然气可移动 LNG Trailer 液化装置 15 套。实现公司新型 LNG 智能罐箱及小型可移动液化装置制造的智能化、规模化生产, 提高公司 LNG 终端应用产品的智能化水平。公司将新增年产 1 万套车用 LNG 高压直喷供气系统的产能, 满足天然气车辆排放标准更高的政策要求, 并为公司创造良好的投资回报和经济效益。LNG 高压直喷供气系统是公司在现有的车用 LNG 供气系统基础上的研发提升, 是公司下一代 LNG 低温产品的升级换代。

### 3.2、重型装备业务厚积薄发, 海外市场潜力大

- **重型装备定位国际市场, 市场影响力逐步建立。**公司重型装备系列产品涵盖: 塔器、反应器、换热器、容器、陆用石油气储罐、撬/模块、船用液货罐、船用燃料罐、陆用低温卧式/立式储罐等, 在海水淡化、气体分离、船用 LPG/LEG/LNG, 各类化工及海工等方面广泛使用。公司重型装备主要由子公司富瑞重装生产, 富瑞重装自成立以来, 专注于海外业务, 熟悉各类国外标准和船级社规范。公司产品主要定位于国际市场, 拥有美国 ASMEU&U2、欧洲 PED、俄罗斯 CUTR、加拿大 CRN、韩国 KGS 等资格认证和 LR、DNV、BV 等各大船级社工厂认可, 产品主要出口至美国、加拿大、欧洲、中东、南美、非洲及东南亚各国。公司逐步树立了“富瑞重装”的品牌形象和市场影响力, 在塔器、厚壁容器以及 LNG 船罐市场取得了一定的优势。

图表 27: 压力容器/液罐



来源: 公司官网、中泰证券研究所

图表 28: 大型海水淡化解决方案



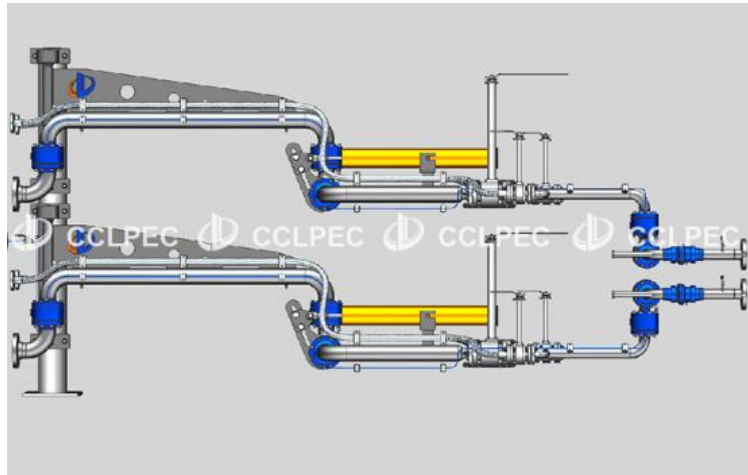
来源: 公司官网、中泰证券研究所

- **富瑞重装客户资源优质。**公司凭借优良的产品质量和较强的产品制造能力赢得了客户的认可, 公司客户包括福陆、三星、现代、瓦锡兰等国际一流企业。由于终端客户对于管理、质量、交货期以及安全的苛刻要求, 实际能进入客户合格供应商名单的数量很少, 比如油气行业龙头壳牌公司, 压力容器在中国合格供应商仅三家, 富瑞重装为其中之一。优质的客户资源大幅提高了公司海外的订单承接能力。
- **区位优势明显, 产能逐步释放。**富瑞重装在张家港保税区的工厂距离保税区 5000 吨滚装码头仅 300 米, 这为富瑞重装进行大型重型设备的制造、运输等提供了必要条件, 重装基地产能逐年释放, 订单承接能力大幅提升。

### 3.3、LNG 装卸设备业务有望快速发展

- **LNG 装卸设备业务快速发展。**公司子公司长隆装备生产的 LNG 装卸设备是公司近年来表现较好的业务, 装车撬产品的市占率较高, 开发的 LNG 装卸臂新产品拥有自主知识产权, 性能优异、成本优势明显、利润率高, 可以实现进口产品替代并逐步实现出口。长隆装备将重点加强大口径系列 LNG 船用装卸臂的研发生产和销售, 并逐步把 LNG 装卸臂作为拳头产品之一, 在已取得国内市场领先优势的基础上, 继续力争做国际 LNG 装卸设备市场的龙头企业。
- **公司装卸设备业务客户覆盖海内外石油公司。**公司及长隆装备是中石油、中石化和中海油一级供应商。输油臂、鹤管、装车撬等产品广泛应用在包括深圳大鹏、中石化山东、广西北海等国内 LNG 接收站。公司还积极拓展海外市场, 目前主要海外客户包括美国 FLOUR、法国 TECHNIP、马来西亚 PETRONAS 以及俄罗斯、越南、比利时等国家的石油公司。为实现 LNG 船用装卸臂国产化替代和市场推广应用, 长隆装备于 2019 年 11 月与中海石油气电集团合作, 共同推广国产 LNG 大口径船用装卸臂。中海石油气电集团负责提供 LNG 船用装卸臂的试验基地和中海油系统内部的市场推广; 长隆装备负责产品的研发设计、编制试验程序标准、攻破关键零部件制造技术以及样机制造等, 通过与合作伙伴的强强联合, 加速产品研发及市场推广。

图表 29: 低温液体装卸臂



来源：公司官网，中泰证券研究所

- **低温装卸臂外资品牌依然占据主导，未来国产化有望逐步推进。**长隆装备现已掌握常温船用装卸臂产品的设计、制造技术，但低温 LNG 船用装卸臂目前还依赖于国外少数几家公司。公司及长隆装备利用自身常温输油臂和 LNG 低温鹤管的制造经验，结合低温乙烯输油臂的技术，研发制造低温 LNG 大口径装卸臂，目标是打破国外公司的垄断，掌握低温 LNG 装卸臂的核心技术，进一步推动 LNG 产业链关键设备的国产化进程，提升公司产品的技术水平和核心竞争力。2020 年定增项目中，公司拟投入 6738 万元用于“常温及低温 LNG 船用装卸臂项目”，项目完成后每年将新增常温船用装卸臂产能 60 台（套）以及低温 LNG 船用装卸臂产能 12 台（套），实现低温 LNG 船用装卸臂进口的国产化替代及其服务的国产化，解决进口成本过高及仅有几家国外公司垄断的局面，同时，提升长隆装备在常温及低温装卸市场的横向拓展，提升公司核心竞争力。

#### 4、首次覆盖，给予“增持”评级

- 公司是我国 LNG 全产业链装备制造龙头企业之一。2020 年前三季度，公司实现营收 12.75 亿元，同比增长 8.45%；实现归母净利润 6031.54 万元，同比增长 933%；公司经营业绩实现扭亏为盈，盈利能力有所提升。公司确立了 LNG 应用装备（富瑞深冷）、重型装备（富瑞重装）、LNG 装卸设备（长隆装备）三大业务板块，经过多年的技术沉淀和积累，公司的产品研发设计能力、产品质量性能均处于行业前列。我们预计公司 2020-2022 年的归母净利润分别为 0.80、1.20、1.55 亿元，当前股价对应的 PE 分别为 36.63、24.46、18.94 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 30：公司业绩分拆

主营业务	财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	假设条件
低温储运应用设备	销售收入（百万元）	734	788	1,052	973	1,215	1、假设 LNG 行业保持快速发展，LNG 装备需求稳步增加，公司募投项目稳步推进； 2、假设海外疫情逐步得到控制，公司重装设备出口业务稳步回升； 3、假设低温 LNG 船用装卸臂国产替代进程不断加快，公司装卸臂业务逐步放量。
	销售收入 YoY（%）	-34.90%	7.31%	33.48%	-7.45%	24.86%	
	毛利率（%）	34.14%	21.91%	26.37%	18.00%	16.00%	
	毛利润（百万元）	251	173	277	175	194	
重装设备	销售收入（百万元）	249	520	498	700	700	
	销售收入 YoY（%）	-20.92%	108.70%	-4.27%	40.54%	0.00%	
	毛利率（%）	19.13%	19.14%	13.61%	14.00%	14.00%	
	毛利润（百万元）	48	100	68	98	98	
装卸臂	销售收入（百万元）	149	75	122	220	262	
	销售收入 YoY（%）		-49.39%	61.22%	80.87%	19.09%	
	毛利率（%）	48.51%	35.10%	34.86%	32.00%	30.00%	
	毛利润（百万元）	72	26	42	70	79	
其他	销售收入（百万元）	313	190	63	125	190	
	销售收入 YoY（%）	3.41%	-39.18%	-66.66%	97.01%	52.00%	
	毛利率（%）	25.20%	21.00%	12.93%	20.00%	25.00%	
	毛利润（百万元）	79	40	8	25	48	
合计	合计营业收入（百万元）	1,445	1,574	1,735	2,018	2,367	
	合计营业收入 YOY（%）	-17.19%	8.88%	10.22%	16.34%	17.29%	
	合计毛利率（%）	31.10%	21.52%	22.81%	18.26%	17.68%	
	合计毛利润（百万元）	450	339	396	369	419	

来源：wind，中泰证券研究所

**图表 31: 公司历史估值变化情况**


来源: wind, 中泰证券研究所

## 5、风险提示

- **国际原油和天然气价格大幅波动风险。**国际原油价格大幅波动,对天然气产业上下游市场都有一定的影响,且持续时间和波动幅度目前都难以确定。公司产品涵盖从上游液化工厂运营到下游 LNG 终端应用装备制造的整条产业链,会受到国际原油和天然气价格波动的影响,并进而影响到公司的经营业绩。
- **新冠肺炎疫情持续影响风险。**随着新冠疫情在全球持续蔓延,各主要经济体的经济活动放缓,全球能源、化工、船舶等行业削减投资计划或投资项目推迟,可能会对国内相关制造产业造成冲击,对公司出口订单的获取或者交付可能造成不利影响。
- **募投项目新增产能不能及时消化风险。**未来新增产能的消化具有不确定性,本次募投项目投产后,如果产业政策、竞争格局等方面出现重大不利变化,或未来销售开拓能力不足、市场容量增速不及预期,则公司可能面临新增产能无法被及时消化的风险。
- **市场竞争加剧、盈利能力持续下滑风险。**未来,若行业竞争程度进一步加剧、受国家宏观经济影响导致的下游市场需求出现下滑、原材料价格波动或者公司不能进一步提升竞争优势,公司将面临产品销售价格下降及主营业务毛利率持续下滑的风险,从而对公司盈利能力产生不利影响。
- **汇率大幅波动风险。**公司进出口业务主要采用美元等结算,而人民币汇率近年波动幅度较大,随着公司海外业务的拓展和海外收入规模的增加,人民币汇率波动的不确定性将可能导致公司出现汇兑损益。
- **市场空间测算偏差风险;**研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的情况等。

图表 32: 富瑞特装盈利预测模型

损益表 (人民币百万元)						资产负债表 (人民币百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业总收入</b>	<b>1,445</b>	<b>1,574</b>	<b>1,735</b>	<b>2,018</b>	<b>2,367</b>	货币资金	506	551	271	421	571
增长率	-17.2%	8.9%	10.2%	16.3%	17.3%	应收款项	841	465	465	513	569
营业成本	-996	-1,235	-1,339	-1,650	-1,949	存货	859	841	811	907	1,016
% 销售收入	68.9%	78.5%	77.2%	81.7%	82.3%	其他流动资产	134	275	294	332	378
毛利	450	339	396	369	419	流动资产	2,340	2,132	1,841	2,173	2,534
% 销售收入	31.1%	21.5%	22.8%	18.3%	17.7%	% 总资产	59.7%	61.1%	58.3%	62.2%	66.1%
营业税金及附加	-17	-14	-15	-16	-17	长期投资	73	68	79	79	79
% 销售收入	1.2%	0.9%	0.9%	0.8%	0.7%	固定资产	1,031	919	878	839	802
销售费用	-92	-126	-129	-130	-132	% 总资产	26.3%	26.3%	27.8%	24.0%	20.9%
% 销售收入	6.4%	8.0%	7.4%	6.4%	5.6%	无形资产	183	190	190	180	171
管理费用	-185	-176	-154	-139	-123	非流动资产	1,578	1,360	1,316	1,319	1,301
% 销售收入	12.8%	11.2%	8.9%	6.9%	5.2%	% 总资产	40.3%	38.9%	41.7%	37.8%	33.9%
息税前利润 (EBIT)	156	23	98	83	146	<b>资产总计</b>	<b>3,917</b>	<b>3,492</b>	<b>3,157</b>	<b>3,492</b>	<b>3,836</b>
% 销售收入	10.8%	1.5%	5.7%	4.1%	6.2%	短期借款	674	677	677	677	677
财务费用	-60	-50	-43	-34	-31	应付款项	728	917	1,005	1,237	1,459
% 销售收入	4.1%	3.2%	2.5%	1.7%	1.3%	其他流动负债	581	430	468	547	637
资产减值损失	130	-254	-10	0	0	流动负债	1,983	2,024	2,150	2,461	2,774
公允价值变动收益	-1	-1	2	10	2	长期贷款	41	31	31	31	31
投资收益	37	3	31	50	35	其他长期负债	59	31	31	31	31
% 税前利润	13.7%	-1.3%	35.7%	42.1%	21.4%	<b>负债</b>	<b>2,082</b>	<b>2,085</b>	<b>2,211</b>	<b>2,522</b>	<b>2,835</b>
营业利润	262	-278	78	110	151	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,813</b>	<b>1,415</b>	<b>954</b>	<b>978</b>	<b>1,009</b>
营业利润率	18.1%	-17.7%	4.5%	5.5%	6.4%	少数股东权益	22	-8	-8	-8	-8
营业外收支	9	1	9	10	10	<b>负债股东权益合计</b>	<b>3,917</b>	<b>3,492</b>	<b>3,157</b>	<b>3,492</b>	<b>3,836</b>
税前利润	<b>271</b>	<b>-277</b>	<b>87</b>	<b>120</b>	<b>161</b>	<b>比率分析</b>					
利润率	18.8%	-17.6%	5.0%	5.9%	6.8%						
所得税	-3	-2	1	1	1	<b>每股指标</b>	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
所得税率	1.2%	-0.9%	-0.7%	-0.8%	-0.7%	每股收益 (元)	0.03	-0.69	0.17	0.25	0.33
净利润	14	-341	87	131	169	每股净资产 (元)	3.87	2.98	2.00	2.05	2.12
少数股东损益	2	-14	8	11	15	每股经营现金净流 (元)	0.55	0.70	0.60	0.66	0.71
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>13</b>	<b>-327</b>	<b>80</b>	<b>120</b>	<b>155</b>	每股股利 (元)	0.13	0.09	1.14	0.20	0.26
净利率	0.9%	-20.8%	4.6%	5.9%	6.5%	<b>回报率</b>					
						净资产收益率	2.76%	0.70%	-23.22%	8.44%	12.33%
						总资产收益率	1.21%	0.33%	-9.35%	2.53%	3.43%
						投入资本收益率	1.06%	-24.70%	6.34%	9.51%	12.28%
						<b>增长率</b>					
						营业总收入增长率	-17.19%	8.89%	10.22%	16.34%	17.29%
						EBIT增长率	-46.38%	-473.28%	-145.17%	26.10%	21.29%
						净利润增长率	-74.88%	-2647.91%	124.45%	49.76%	29.17%
						总资产增长率	-6.87%	-10.85%	-9.59%	10.58%	9.85%
						<b>资产管理能力</b>					
						应收账款周转天数	245.8	149.3	96.4	87.2	82.3
						存货周转天数	211.9	194.4	171.5	153.2	146.2
						应付账款周转天数	185.9	188.1	199.4	199.9	205.0
						固定资产周转天数	266.8	223.1	186.5	153.2	124.8
						<b>偿债能力</b>					
						净负债/股东权益	-113.51%	-148.21%	-233.73%	-260.00%	-283.25%
						EBIT利息保障倍数	1.3	-5.8	3.0	4.8	6.4
						资产负债率	53.16%	59.71%	70.04%	72.23%	73.92%

现金流量表 (人民币百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	14	-341	87	131	169
加: 折旧和摊销	114	5	7	10	13
资产减值准备	130	-254	-10	0	0
公允价值变动损失	-1	-1	-2	-10	-2
财务费用	60	50	43	34	31
投资收益	37	3	31	50	35
少数股东损益	2	-14	8	11	15
营运资金的变动	-17	-249	-417	21	48
<b>经营活动现金净流</b>	<b>260</b>	<b>332</b>	<b>286</b>	<b>314</b>	<b>335</b>
固定资本投资	80	112	41	39	37
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-117</b>	<b>-45</b>	<b>44</b>	<b>-12</b>	<b>8</b>
股利分配	-62	-42	-541	-96	-124
其他	-35	-525	0	0	0
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-97</b>	<b>-567</b>	<b>-541</b>	<b>-96</b>	<b>-124</b>
<b>现金净流量</b>	<b>45</b>	<b>-280</b>	<b>-211</b>	<b>207</b>	<b>219</b>

来源: wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。